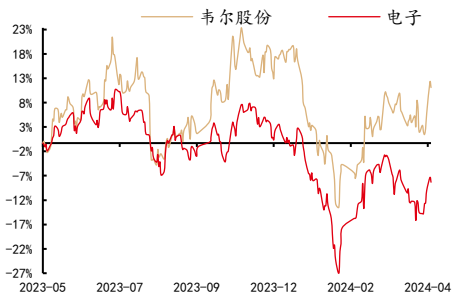


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	101.60
总股本/流通股本(亿股)	12.16 / 12.14
总市值/流通市值(亿元)	1,235 / 1,234
52周内最高/最低价	112.76 / 79.22
资产负债率(%)	43.1%
市盈率	216.17
第一大股东	虞仁荣

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

韦尔股份(603501)

手机汽车 CIS 成长显著，毛利率逐步修复

● 事件

公司发布 2023 年年度报告和 2024 年第一季度报告。公司 2023 年实现营业收入 210.21 亿元，同比+4.69%；实现归母净利润 5.56 亿元，同比-43.89%；实现扣非归母净利润 1.38 亿元，同比+43.70%；实现销售毛利率 21.76%，同比-8.99pcts。单 Q4 来看，公司实现营业收入 59.39 亿元，同比+26.49%，环比-4.56%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+116.15%，环比-13.04%。

2024 年 Q1，公司实现营业收入 56.44 亿元，同比+30.18%，环比-4.97%；实现归母净利润 5.58 亿元，同比+180.5%，环比+197.94%；实现扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+2476.81%，环比+6843.32%。实现销售毛利率 27.89%，同比+3.17pcts，环比+4.99pcts。

● 投资要点

智能手机、汽车电子 CIS 大幅成长，毛利率 23Q2 起逐季度提升。得益于主营业务产品结构优化，2023 年公司主营业务收入为 209.66 亿元，同比 2022 年增长近 10 亿元。其中半导体设计业务产品营收占主营业务收入的 85.57% (yoy+9.34pcts)，半导体分销业务营收占主营业务收入的 14.17% (yoy-16.68pcts)。半导体设计业务中，图像传感器解决方案/触控与显示解决方案/模拟解决方案的收入分别为 155.36/12.50/11.54 亿元，占比分别为 74.10%/5.96%/5.51%，图像传感器解决方案收入中，来自智能手机/汽车电子/安防监控/新兴市场 & 物联网 / 笔记本电脑 / 医疗的占比分别为 50%/30%/11%/3%/3%/3%。其中图像传感器来源于智能手机市场/汽车电子市场的收入分别大幅增长至 77.79/45.47 亿元，同比增长了 44.13%/25.15%，来自安防市场的收入下降至 17.22 亿元，同比下降 27.35%。2023 年下半年，市场需求开始逐步复苏，下游客户需求有所增长，伴随着公司在高端智能手机市场的产品导入及汽车市场自动驾驶应用的持续渗透，公司营业收入实现了明显增长，库存也逐渐去化，至 2023 年年底库存降至 63.22 亿元。随着公司产品结构优化及供应链结构优化，毛利率也逐季度提升，23Q2-24Q1 毛利率分别为 17.30%/21.78%/22.98%/27.89%。

图像传感器新品陆续发布、高端手机/汽车 CIS 需求强劲。

1) 高端智能手机 CIS 销售强劲，助力市场份额提升。公司 5000 万像素及以上图像传感器新产品在 23Q3 顺利实现量产交付，并且

5000 万像素及以上（含 6400 万像素、一亿像素等）产品营收贡献占比超 60%。2023 年，公司图像传感器业务来源于智能手机市场的收入上升至 77.79 亿元，同比增加 44.13%。公司布局了 OV50E/H/K40 共三款产品，其中 OV50H/K40 主攻高端旗舰机的后置主摄像头，OV50E 主要作为中高端智能手机的后置主摄像头。公司推出了全球首款采用 TheiaCell™ 技术的 OV50K40 智能手机图像传感器，利用 LOFIC 功能，单次曝光可实现接近人眼级别动态范围，为旗舰级后置主摄像头设定了新的行业性能标杆。

2) 汽车 CIS 市场需求增长，公司覆盖了广泛的汽车应用，包括 ADAS、驾驶室内部分监控、电子后视镜、仪表盘摄像头、后视和全景影像等，优秀的产品性能助力公司更多新设计方案的导入，市场份额快速提升，出货规模持续攀升。2023 年公司图像传感器业务来源于汽车市场的收入提升至 45.57 亿元，同比增长 25.15%。针对高端应用，公司推出的首款采用全新 2.1 μm TheiaCell™ 技术的 0X08D10 图像传感器，具有业界领先的低光性能和低功耗，尺寸比其他同类车外传感器小 50%。

触控与显示出货量同比增长 65%，积极丰富显示驱动芯片版图。 2023 年，公司触控与显示领域实现营收 12.5 亿元，出货量达 1.33 亿颗，出货量同比增长 65.33%。公司在触控显示（TDDI）领域实现了产品全覆盖，推出的 TD4376 为公司的升级版 FHD TDDI 解决方案，实现了 1080P FHD 分辨率和高达 144Hz 的显示帧率，且采用了供应更可靠的国内晶圆厂。同时，公司新投入车载显示驱动产品的开发，预计将在 2024H2 推出公司首款符合市场主流需求规格的车载 TDDI 产品。另外，公司已开发出 OD6630 和 OD6631 等智能手机 OLED 显示屏的驱动芯片（OLED DDIC）。公司新推出的 OD5160 TED (Tcon Embedded Driver) 芯片，带来更低功耗、更窄显示背板、更低碳排放以及成本更优的笔记本电脑显示屏驱动方案。

● 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 263.27/316.29/379.54 亿元，实现归母净利润 29.75/40.41/54.54 亿元，2024 年 4 月 30 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 分别为 42/31/23 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；库存去化不及预期；产品研发导入进展不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争加剧；成本波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21021	26327	31629	37954
增长率(%)	4.69	25.24	20.14	20.00
EBITDA(百万元)	1954.28	5078.14	6766.10	8497.69
归属母公司净利润(百万元)	555.62	2974.85	4040.70	5453.61
增长率(%)	-43.89	435.41	35.83	34.97
EPS(元/股)	0.46	2.45	3.32	4.49
市盈率(P/E)	222.31	41.52	30.57	22.65
市净率(P/B)	5.76	5.04	4.33	3.63
EV/EBITDA	67.41	24.50	18.22	14.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	21021	26327	31629	37954	营业收入	4.7%	25.2%	20.1%	20.0%
营业成本	16446	18858	21898	25699	营业利润	-48.6%	447.2%	41.6%	32.9%
税金及附加	33	33	42	49	归属于母公司净利润	-43.9%	435.4%	35.8%	35.0%
销售费用	467	608	749	873	获利能力				
管理费用	623	844	1052	1201	毛利率	21.8%	28.4%	30.8%	32.3%
研发费用	2234	2896	3479	4128	净利率	2.6%	11.3%	12.8%	14.4%
财务费用	457	231	224	207	ROE	2.6%	12.1%	14.2%	16.0%
资产减值损失	-369	0	0	0	ROIC	1.9%	8.9%	10.6%	12.5%
营业利润	667	3649	5166	6866	偿债能力				
营业外收入	26	5	5	5	资产负债率	43.1%	40.5%	37.8%	34.6%
营业外支出	2	3	3	3	流动比率	2.23	2.41	2.61	2.92
利润总额	691	3651	5168	6868	营运能力				
所得税	148	691	1148	1431	应收账款周转率	6.43	6.70	7.28	6.85
净利润	544	2960	4021	5437	存货周转率	2.25	3.71	3.73	3.88
归母净利润	556	2975	4041	5454	总资产周转率	0.58	0.67	0.73	0.78
每股收益(元)	0.46	2.45	3.32	4.49	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.46	2.45	3.32	4.49
货币资金	9086	9994	11248	13515	每股净资产	17.64	20.16	23.48	27.97
交易性金融资产	133	133	133	133	估值比率				
应收票据及应收账款	4057	3864	4908	6262	PE	222.31	41.52	30.57	22.65
预付款项	221	279	330	371	PB	5.76	5.04	4.33	3.63
存货	6322	7857	9124	10431	现金流量表				
流动资产合计	20264	22679	26340	31368	净利润	544	2960	4021	5437
固定资产	2586	2739	2900	3049	折旧和摊销	1166	1195	1373	1423
在建工程	904	1047	1213	1361	营运资本变动	5184	-927	-1847	-1853
无形资产	2305	2571	2893	3184	其他	642	-400	-541	-621
非流动资产合计	17479	18552	19584	20637	经营活动现金流净额	7537	2828	3005	4387
资产总计	37743	41230	45925	52005	资本开支	-1042	-2199	-2377	-2444
短期借款	2671	2725	2838	2573	其他	-1422	826	852	925
应付票据及应付账款	1663	1888	2061	2530	投资活动现金流净额	-2464	-1373	-1525	-1519
其他流动负债	4734	4816	5204	5643	股权融资	3394	69	0	0
流动负债合计	9069	9428	10102	10745	债务融资	-2009	-222	113	-265
其他	7180	7267	7267	7267	其他	-1449	-436	-339	-336
非流动负债合计	7180	7267	7267	7267	筹资活动现金流净额	-64	-588	-227	-601
负债合计	16248	16696	17369	18012	现金及现金等价物净增加额	5060	909	1253	2267
股本	1216	1216	1216	1216					
资本公积金	11329	11398	11398	11398					
未分配利润	9008	11578	15013	19648					
少数股东权益	44	29	9	-7					
其他	-102	313	919	1737					
所有者权益合计	21495	24535	28555	33992					
负债和所有者权益总计	37743	41230	45925	52005					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048